



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

음식료

2Q17 실적 Review



8/14에 발표된 음식료 업체들의 2Q17 실적은 업체별로 많이 엇갈린 모습을 보였다. 전반적으로 중국 사드 이슈가 실적에 부정적으로 작용한 가운데, 1) 경쟁강도의 변화, 2) 자체 비용 절감 효과에 따라 실적의 방향성이 엇갈렸다. 중국 사드 이슈 영향이 최악의 국면은 지난 것으로 판단되는 가운데, 하반기에는 가공식품 시장의 경쟁강도 완화 가능성에 주목할 필요가 있다.

>>> 경쟁강도 변화 속에 업체별로 엇갈린 실적 흐름

8/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 2분기 실적은, 전반적으로 중국 사드 이슈가 부정적으로 작용한 가운데, 1) 경쟁강도의 변화, 2) 자체 비용 절감 효과에 따라 다소 엇갈린 흐름을 보였다. 특히, 농심, 오뚜기, 매일유업은 1) 경쟁강도 하락과 2) 판촉비 효율화에 힘입어 전체적으로 수익성이 예상보다 양호한 흐름을 보였다.

>>> 사드 이슈 영향도 최악의 국면은 지난 것으로 판단

중국 사드 이슈로 인한 실적 부진도 최악의 국면은 지난 것으로 판단된다. 조제분유와 같은 주요 수출 품목들은 통관 지연 등으로 여전히 어려움을 겪고 있으나, 중국 시장 내의 부정적 이미지는 다소 완화되고 있는 것으로 추산된다. 오리온과 농심의 중국 매출 역성장 폭은 월별로 완화되는 흐름이고, 고정비 부담도 인력 구조조정과 판촉비 효율화를 통해, 최소화하고 있기 때문이다.

두 회사의 2018년 중국 사업의 영업이익이 2016년 수준으로 회복되긴 어려울 것으로 판단되나, 사드 영향으로 인해 실적 컨센서스가 크게 하향될 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

>>> 가공식품 시장의 경쟁강도 완화 가능성에 주목

2분기 실적 흐름을 감안한다면, 올해 하반기에 가공식품 시장의 경쟁강도가 완화될 가능성에 주목할 필요가 있다. 국내 1위 업체인 CJ제일제당이 상반기 수익성 부진으로, 하반기 판촉비를 선별적으로 집행할 가능성이 높고, 오뚜기도 전체적으로 판촉비를 효율화 하고 있기 때문이다.

또한, 동원F&B, 대상, 롯데푸드와 같은 대부분의 식품 업체들이, 대체로 상반기에 수익성이 부진했기 때문에, 하반기 경쟁강도는 예상 보다 내려갈 가능성이 있다. 따라서, 하반기에는 가공식품 업체들의 수익성 개선 가능성에 관심을 가질 필요가 있다.

Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

주요 기업 2Q17 실적 결과 (1) (단위: 억원)

회사명	구분	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY
KT&G	매출액	10,881	12,202	11,036	11,787	11,617	6.8%
	영업이익	3,459	4,263	3,049	3,955	3,865	11.8%
	OPM	31.8%	34.9%	27.6%	33.5%	33.3%	1.5%p
	순이익	2,849	2,501	4,118	2,345	2,743	-3.7%
CJ 제일제당	매출액	36,096	36,790	37,406	38,665	39,089	8.3%
	영업이익	2,106	2,433	1,569	1,925	1,643	-22.0%
	OPM	5.8%	6.6%	4.2%	5.0%	4.2%	-1.6%p
	순이익	423	1,110	-1	820	211	-50.1%
오리온	매출액	4,950	5,695	6,019	4,877	3,831	-22.6%
	영업이익	283	907	878	297	196	-31.0%
	OPM	5.7%	15.9%	14.6%	6.1%	5.1%	-0.6%p
	순이익						
CJ 프레시웨이	매출액	5,970	6,065	5,886	5,948	6,346	6.3%
	영업이익	91	83	5	45	140	54.2%
	OPM	1.5%	1.4%	0.1%	0.8%	2.2%	0.7%p
	순이익	31	13	-98	0	63	102.8%
남양유업	매출액	3,213	3,113	3,142	2,713	2,993	-6.9%
	영업이익	140	120	106	10	13	-90.4%
	OPM	4.4%	3.9%	3.4%	0.4%	0.4%	-3.9%p
	순이익	115	90	116	9	33	-71.7%
농심	매출액	5,272	5,477	5,739	5,554	5,363	1.7%
	영업이익	124	228	221	325	182	46.6%
	OPM	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	3.4%	1.0%p
	순이익	147	231	178	297	159	8.3%
대상	매출액	7,106	7,508	7,093	7,142	7,241	1.9%
	영업이익	330	365	91	289	239	-27.7%
	OPM	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	3.3%	-1.3%p
	순이익	200	297	-75	243	125	-37.6%
동원 F&B	매출액	5,104	6,350	5,322	6,327	5,888	15.4%
	영업이익	117	282	56	301	87	-25.5%
	OPM	2.3%	4.4%	1.1%	4.8%	1.5%	-0.8%p
	순이익	80	224	29	237	25	-68.9%
동원산업	매출액	4,008	3,980	3,986	5,546	5,872	46.5%
	영업이익	452	451	424	349	471	4.2%
	OPM	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	8.0%	-3.3%p
	순이익	197	308	106	287	267	35.6%
롯데제과	매출액	5,495	5,933	5,738	5,515	5,545	0.9%
	영업이익	292	519	189	300	271	-7.1%
	OPM	5.3%	8.8%	3.3%	5.4%	4.9%	-0.4%p
	순이익	79	413	-92	315	106	34.8%
롯데칠성	매출액	6,285	6,659	5,322	5,465	6,422	2.2%
	영업이익	507	564	37	267	230	-54.7%
	OPM	8.1%	8.5%	0.7%	4.9%	3.6%	-4.5%p
	순이익	289	392	-252	83	-110	-138.0%
롯데푸드	매출액	4,522	4,796	4,078	4,372	4,762	5.3%
	영업이익	242	335	24	141	196	-19.0%
	OPM	5.4%	7.0%	0.6%	3.2%	4.1%	-1.2%p
	순이익	156	228	44	107	112	-28.3%
매일유업	매출액	3,312	3,394	3,361	3,276	3,253	-1.8%
	영업이익	122	217	229	118	185	51.5%
	OPM	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	5.7%	2.0%p
	순이익	68	127	193	57	1,900	2702.1%
무학	매출액	699	642	700	705	658	-5.9%
	영업이익	149	124	133	148	75	-49.5%
	OPM	21.2%	19.3%	19.0%	21.0%	11.4%	-9.8%p
	순이익	135	349	67	316	162	19.8%
빙그레	매출액	2,328	2,486	1,642	1,748	2,456	5.5%
	영업이익	126	248	-23	37	121	-3.6%
	OPM	5.4%	10.0%	-1.4%	2.1%	4.9%	-0.5%p
	순이익	100	189	-28	41	24	-76.0%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드/무학/매일유업은 별도기준, 나머지는 연결기준

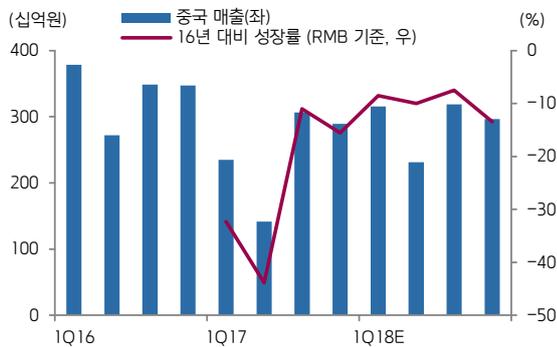
2) 오리온은 분할 전 제과부문끼리 비교

주요 기업 2Q17 실적 결과 (2) (단위: 억원)

회사명	구분	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	YoY
오뚜기	매출액	4,880	5,164	4,905	5,318	5,134	5.2%
	영업이익	405	453	212	300	415	2.6%
	OPM	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	8.1%	-0.2%p
	순이익	257	356	272	324	357	38.8%
풀무원	매출액	5,049	5,260	5,401	5,292	5,605	11.0%
	영업이익	96	87	187	44	133	38.8%
	OPM	1.9%	1.7%	3.5%	0.8%	2.4%	0.5%p
	순이익	-10	106	97	11	154	1586.9%
하이트진로	매출액	5,005	4,894	4,910	4,134	4,914	-1.8%
	영업이익	276	277	415	-274	350	26.8%
	OPM	5.5%	5.7%	8.4%	-6.6%	7.1%	1.6%p
	순이익	101	83	138	-212	139	37.3%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

오리온 중국 매출액 추이 및 가점



자료: 오리온, 키움증권 리서치

농심 중국 매출액 추이 및 가점



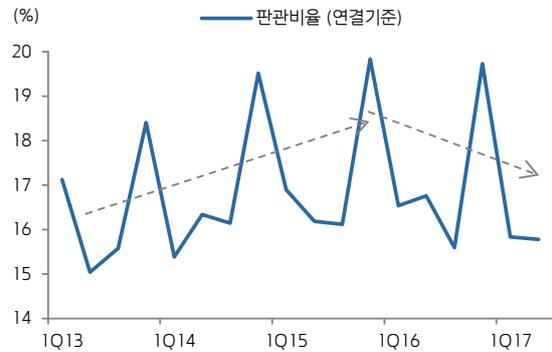
자료: 농심, 키움증권 리서치

CJ제일제당 식품 부문 판관비율 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

오뚜기 연결기준 판관비율 추이



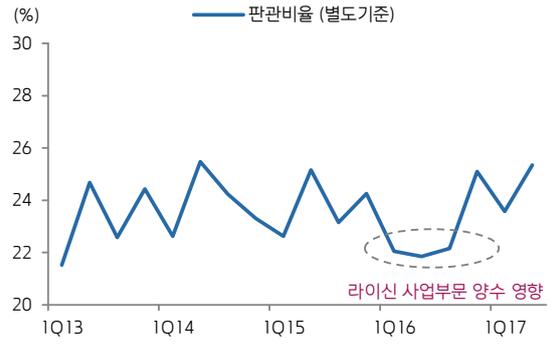
자료: 오뚜기, 키움증권 리서치

동원F&B 별도기준 판관비율 추이



자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

대상 별도기준 판관비율 추이



자료: 대상, 키움증권 리서치

>>> 오리온(271560)

2Q17 제과부문 영업이익은 196억원으로 전년동기 제과부문 영업이익 대비 -31% 감소하였다. 영업이익이 전년동기 대비 감소한 이유는, **중국 법인**의 매출이 사드 이슈로 인해 전년동기 대비 -48% 감소하면서, 영업이익이 적자전환하였기 때문이다(-122억원 YoY). 한편, **한국 법인**은 1) 신제품 호조, 2) 작년 이천공장 화재에 따른 역기저, 3) 쇼박스 배당금(18억원) 인식으로, 매출이 전년동기 대비 +4% 성장하고, 영업이익이 전년동기 대비 +65억원 증가하였다. 다만, 쇼박스 배당금과 브랜드 로열티 일부(분기당 약 24억원)는 향후 오리온홀딩스에 인식하게 된다. **베트남 법인**은 1) 제과 시장 호조(+7~8% YoY), 2) 파이/스낵 카테고리의 고성장에 힘입어(현지통화 기준 각각 +27%/+55% YoY), 매출이 전년동기 대비 +16% 증가하고, 영업이익이 전년동기 대비 +31억원 개선되었다. **러시아 법인**은 1) 정부의 유통법 개정으로 판매수수료율이 10%p 감소하였고, 2) 파이 카테고리가 고성장 하면서(현지통화 기준 +42% YoY), 매출이 전년동기 대비 +35% 증가하고, 영업이익이 전년동기 대비 +28억원 개선되었다.

단기적으로 사드 이슈에 따른 중국 법인의 부진은 최악의 국면을 지나고 있는 것으로 판단된다. 중국에서 셀인과 셀아웃 매출 성장률의 갭이 거의 사라졌고, 7월 매출 성장률이 -10% 수준을 보이고 있기 때문이다. 당사는 2016년에 춘절 관련 매출이 두 번 잡혔던 부분을 감안하여, 중국 법인의 2018년 매출이 2016년 대비 -10% 정도 감소할 것으로 전망한다(위안화 기준). 향후 중장기적인 매출 성장률은, 중국 제과 시장의 더딘 회복을 감안한다면, 1) 중국 법인의 신제품 성과, 2) 베트남 법인의 외형 성장 속도에 따라 좌우될 것으로 판단된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	624.7	495.0	569.5	601.9	487.7	383.1	540.7	550.4	583.2	479.1	564.4	571.3	2,291.2	1,961.9	2,197.9
(YoY)	3.3%	-0.3%	-3.8%	5.6%	-21.9%	-22.6%	-5.1%	-8.6%	19.6%	25.0%	4.4%	3.8%	1.2%	-14.4%	12.0%
한국(별도)	173.8	166.6	160.2	178.7	173.3	173.7	162.2	179.5	177.1	172.6	165.2	182.8	679.4	688.7	697.7
(YoY)	-8.0%	-6.3%	-4.1%	3.0%	-0.3%	4.2%	1.2%	0.4%	2.2%	-0.6%	1.9%	1.8%	-4.0%	1.4%	1.3%
중국(Pan Orion)	378.4	272.0	348.4	347.2	234.9	141.5	306.6	289.1	315.7	231.3	318.7	296.4	1,346.0	972.2	1,162.0
(YoY)	7.0%	1.5%	-6.5%	2.6%	-37.9%	-48.0%	-12.0%	-16.7%	34.4%	63.4%	3.9%	2.5%	1.0%	-27.8%	19.5%
베트남(OFV)	58.9	42.4	45.4	57.8	61.8	49.0	51.6	60.1	71.6	55.2	58.2	68.4	204.5	222.6	253.4
(YoY)	18.0%	24.1%	25.2%	29.8%	5.1%	15.6%	13.5%	3.9%	15.7%	12.7%	12.9%	13.7%	24.1%	8.8%	13.9%
러시아(OIE)	13.7	14.0	15.5	18.1	17.7	18.9	20.3	21.6	18.8	19.9	22.3	23.8	61.2	78.5	84.8
(YoY)	10.4%	-14.2%	-3.6%	35.4%	29.6%	35.3%	31.0%	19.3%	6.0%	5.5%	10.0%	10.0%	5.4%	28.2%	8.0%
영업이익	104.7	28.3	90.7	87.8	29.7	19.6	61.0	65.9	82.5	50.8	70.8	72.3	311.5	176.2	276.4
(YoY)	8.8%	-51.8%	1.3%	26.4%	-71.6%	-31.0%	-32.7%	-24.9%	177.9%	159.7%	16.0%	9.6%	-0.8%	-43.4%	56.9%
(OPM)	16.8%	5.7%	15.9%	14.6%	6.1%	5.1%	11.3%	12.0%	14.2%	10.6%	12.5%	12.7%	13.6%	9.0%	12.6%
한국(별도)	23.9	16.6	12.1	26.2	18.4	23.1	11.5	25.0	18.8	17.8	12.4	26.1	78.7	78.1	75.1
(OPM)	13.7%	10.0%	7.5%	14.6%	10.6%	13.3%	7.1%	13.9%	10.6%	10.3%	7.5%	14.3%	11.6%	11.3%	10.8%
중국(Pan Orion)	68.1	7.1	70.7	52.7	-4.9	-14.1	37.4	29.2	44.4	20.9	44.2	31.8	198.6	47.5	141.3
(OPM)	18.0%	2.6%	20.3%	15.2%	-2.1%	-10.0%	12.2%	10.1%	14.1%	9.1%	13.9%	10.7%	14.8%	4.9%	12.2%
베트남(OFV)	11.3	3.5	5.7	6.0	12.0	6.6	7.8	7.0	14.8	7.7	9.2	8.9	26.5	33.4	40.7
(OPM)	19.3%	8.1%	12.5%	10.4%	19.5%	13.4%	15.1%	11.6%	20.7%	14.0%	15.9%	13.1%	13.0%	15.0%	16.1%
러시아(OIE)	1.3	1.2	2.2	2.9	4.1	4.0	4.4	4.7	4.5	4.4	5.0	5.4	7.7	17.3	19.2
(OPM)	9.7%	8.8%	14.4%	16.2%	23.2%	21.2%	21.7%	21.9%	23.7%	21.8%	22.5%	22.7%	12.6%	22.0%	22.7%
세전이익							55.5	60.4	77.0	45.3	65.3	66.8			254.4
당기순이익							42.1	45.8	58.4	34.3	49.5	50.6			192.9
지배주주순이익							42.1	45.8	58.4	34.3	49.5	50.6			192.9
(YoY)											17.6%	10.5%			
현지 통화 기준 매출 성장률															
중국(Pan Orion)	3.0%	1.6%	2.3%	9.8%	-32.3%	-43.9%	-11.0%	-15.5%	35.2%	60.3%	3.9%	2.5%	4.3%	-24.5%	19.4%
베트남(OFV)	11.3%	16.0%	29.4%	31.3%	12.4%	33.1%	23.0%	12.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.5%	18.5%	16.4%
러시아(OIE)	19.7%	0.1%	3.7%	29.8%	6.7%	21.6%	20.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.8%	15.7%	10.0%

BPS														34,116	38,994
EPS															4,878
DPS															655
ROE															13.3%
배당성향															13.4%

PBR															2.3
PER															18.3
배당수익률															0.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(주요 4개 제과 법인의 단순 합산 실적 기준(연결조정 효과 등을 무시))

>>> 농심(004370)

투자자의견 BUY, 목표주가 410,000원

2Q17 연결기준 영업이익은 182억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 국내 라면 시장의 경쟁강도 완화, 2) 주력 제품의 가격 인상 효과, 3) 중국을 제외한 해외법인의 성장 덕분이다. 다만, 중국은 사드 영향으로 매출이 전년동기 대비 -24% 감소하고, 영업이익이 적자전환(-62억원 YoY)하며 크게 부진하였다.

하반기 실적 흐름은 국내 라면 시장의 경쟁강도 완화로 증익 추세가 지속될 것으로 판단된다. 1) 사드 이슈에 따른 중국 법인의 매출 부진이 최악의 국면을 지나고 있고(7월부터 소폭 성장 중), 2) 국내 라면 시장에서 과도한 할인 경쟁이 일부 축소되고 있으며, 3) 미국은 Mainstream 채널 공략의 성과로 +10% 이상의 매출 성장률이 지속되고 있기 때문이다.

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	568.1	527.2	547.7	573.9	555.4	536.3	564.9	588.8	568.8	562.5	585.2	607.6	2,217.0	2,245.4	2,324.1
(YoY)	5.2%	-0.4%	0.3%	1.4%	-2.2%	1.7%	3.1%	2.6%	2.4%	4.9%	3.6%	3.2%	1.6%	1.3%	3.5%
국내	458.4	424.3	443.3	468.1	442.3	438.0	452.7	475.1	449.8	447.2	463.5	484.8	1,794.0	1,808.0	1,845.2
(YoY)	1.5%	-4.3%	-2.7%	-0.5%	-3.5%	3.2%	2.1%	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.0%	-1.5%	0.8%	2.1%
면류	308.0	285.9	301.6	335.4	287.5	297.3	310.3	345.1	290.4	300.3	313.4	348.6	1,230.9	1,240.3	1,252.7
(YoY)	2.8%	-5.6%	-5.4%	-1.1%	-6.7%	4.0%	2.9%	2.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-2.3%	0.8%	1.0%
스낵	76.3	73.9	77.1	76.7	82.9	78.4	79.4	79.0	84.6	80.0	81.0	80.6	304.0	319.7	326.1
(YoY)	-13.0%	-4.9%	8.0%	2.4%	8.7%	6.1%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-2.5%	5.2%	2.0%
음료	25.2	35.7	42.5	28.2	27.8	40.4	47.6	31.1	30.1	43.7	52.2	33.8	131.6	146.9	159.8
(YoY)	29.2%	24.0%	32.4%	22.1%	10.3%	13.2%	12.0%	10.4%	8.3%	8.2%	9.6%	8.4%	27.1%	11.7%	8.7%
수출/상품/기타	104.4	83.6	77.6	84.5	100.3	79.3	75.3	82.8	104.3	82.5	78.3	86.1	350.1	337.7	351.2
(YoY)	13.2%	3.1%	-5.0%	-1.5%	-3.9%	-5.1%	-3.0%	-2.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	2.7%	-3.5%	4.0%
차이	-55.5	-54.9	-55.5	-56.7	-56.2	-57.4	-60.0	-63.0	-59.6	-59.3	-61.4	-64.2	-222.6	-236.6	-244.5
해외	109.8	103.0	104.4	105.9	113.1	98.3	112.3	113.7	119.1	115.3	121.7	122.8	423.0	437.4	478.9
(YoY)	24.1%	19.5%	15.4%	10.5%	3.1%	-4.5%	7.5%	7.4%	5.3%	17.3%	8.4%	8.0%	17.2%	3.4%	9.5%
중국	46.3	41.3	42.9	38.9	44.5	31.2	43.2	39.6	44.0	40.4	45.3	40.8	169.3	158.5	170.5
(YoY)	27.1%	15.5%	13.2%	10.6%	-3.8%	-24.4%	0.7%	1.8%	-1.1%	29.7%	5.0%	3.0%	16.6%	-6.4%	7.6%
미국	51.6	47.9	49.3	55.6	55.7	52.6	56.1	61.9	61.0	59.0	62.3	68.7	204.5	226.3	251.0
(YoY)	22.1%	19.5%	17.6%	11.2%	7.8%	9.8%	13.9%	11.3%	9.6%	12.0%	11.0%	11.0%	17.3%	10.7%	10.9%
일본	8.3	9.2	8.1	9.1	9.0	9.7	8.4	9.8	9.8	10.6	9.2	10.7	34.8	36.9	40.4
(YoY)	31.3%	37.8%	19.3%	25.7%	8.8%	5.4%	3.2%	6.8%	9.3%	9.1%	10.0%	10.0%	28.4%	6.1%	9.6%
호주	3.6	4.6	4.1	2.2	3.9	4.8	4.6	2.4	4.2	5.3	4.9	2.6	14.5	15.7	16.9
(YoY)	4.9%	26.6%	5.5%	-32.9%	10.1%	4.5%	12.0%	9.9%	7.0%	10.2%	6.0%	6.0%	1.8%	8.9%	7.5%
매출총이익	180.9	168.5	179.1	184.8	187.1	176.4	189.7	196.1	192.6	187.1	197.0	203.7	713.3	749.3	780.4
(GPM)	31.8%	32.0%	32.7%	32.2%	33.7%	32.9%	33.6%	33.3%	33.9%	33.3%	33.7%	33.5%	32.2%	33.4%	33.6%
판매비	148.5	156.1	156.4	162.7	154.7	158.2	161.2	166.8	159.4	164.7	166.9	172.4	623.6	640.9	663.4
(판매비율)	26.1%	29.6%	28.5%	28.3%	27.9%	29.5%	28.5%	28.3%	28.0%	29.3%	28.5%	28.4%	28.1%	28.5%	28.5%
영업이익	32.4	12.4	22.8	22.1	32.5	18.2	28.5	29.2	33.2	22.4	30.1	31.3	89.7	108.4	117.1
(YoY)	17.1%	-48.7%	-39.4%	-23.4%	0.2%	46.9%	25.1%	32.3%	2.4%	22.7%	5.9%	7.0%	-24.2%	20.9%	8.0%
(OPM)	5.7%	2.4%	4.2%	3.9%	5.8%	3.4%	5.0%	5.0%	5.8%	4.0%	5.2%	5.1%	4.0%	4.8%	5.0%
국내	28.6	5.4	16.0	19.3	26.1	15.8	22.2	26.2	26.2	16.1	23.2	27.2	69.2	90.4	92.8
(OPM)	6.2%	1.3%	3.6%	4.1%	5.9%	3.6%	4.9%	5.5%	5.8%	3.6%	5.0%	5.6%	3.9%	5.0%	5.0%
해외	4.6	5.7	5.7	0.8	4.5	0.7	5.1	1.0	5.2	4.6	5.8	2.0	16.9	11.3	17.6
(OPM)	4.2%	5.6%	5.4%	0.8%	4.0%	0.7%	4.6%	0.9%	4.4%	4.0%	4.8%	1.6%	4.0%	2.6%	3.7%
연결조정	-0.8	1.2	1.1	2.0	1.8	1.7	1.1	2.0	1.8	1.7	1.1	2.0	3.6	6.6	6.6
세전이익	156.2	20.5	31.1	25.4	40.2	22.8	34.9	35.8	39.8	28.7	36.6	37.7	233.3	133.7	142.8
당기순이익	143.7	14.8	23.1	17.6	29.8	15.8	26.5	27.0	30.2	21.7	27.8	28.6	199.2	99.1	108.2
지배주주순이익	143.8	14.7	23.1	17.8	29.7	15.9	26.5	27.1	30.2	21.7	27.8	28.6	199.3	99.1	108.2
(YoY)	514.5%	-59.7%	-20.9%	-37.5%	-79.3%	8.0%	14.7%	52.7%	1.6%	37.1%	4.9%	5.5%	69.8%	-50.3%	9.2%
현시 통화 기준 매출 성장률															
중국	22.4%	14.9%	25.0%	18.0%	4.8%	-18.4%	1.3%	3.1%	-0.5%	27.9%	5.0%	3.0%	20.2%	-2.1%	7.5%
미국	11.8%	12.8%	22.4%	11.2%	12.2%	13.1%	12.0%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	14.3%	12.6%	11.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	21,816	22,170	22,454	23,241	24,036
매출원가	15,096	15,037	14,961	15,437	15,816
매출총이익	6,720	7,133	7,493	7,804	8,219
판매비및일반관리비	5,537	6,236	6,409	6,634	6,970
영업이익(보고)	1,183	897	1,084	1,171	1,249
영업이익(핵심)	1,183	897	1,084	1,171	1,249
영업외손익	352	1,436	252	257	262
이자수익	99	102	110	113	117
배당금수익	1	3	3	3	3
외환이익	58	105	0	0	0
이자비용	19	33	22	22	22
외환손실	106	99	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	204	28	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	117	1,332	162	163	163
법인세차감전이익	1,535	2,333	1,337	1,428	1,511
법인세비용	361	341	345	346	366
유효법인세율 (%)	23.5%	14.6%	25.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,174	1,992	991	1,082	1,146
지배주주지분순이익(억원)	1,173	1,993	991	1,082	1,146
EBITDA	1,982	1,752	1,948	2,102	2,186
현금순이익(Cash Earnings)	1,973	2,847	1,855	2,014	2,083
수정당기순이익	1,018	1,969	991	1,082	1,146
증감율(% YoY)					
매출액	6.9	1.6	1.3	3.5	3.4
영업이익(보고)	60.8	-24.2	20.9	8.0	6.7
영업이익(핵심)	60.8	-24.2	20.9	8.0	6.7
EBITDA	28.2	-11.6	11.2	7.9	4.0
지배주주지분 당기순이익	80.5	69.8	-50.3	9.2	5.9
EPS	80.5	69.8	-50.3	9.2	5.9
수정순이익	65.6	93.3	-49.6	9.2	5.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,019	2,210	1,868	2,040	2,110
당기순이익	1,174	1,992	991	1,082	1,146
감가상각비	791	842	852	920	926
무형자산상각비	8	12	12	12	11
외환손익	46	20	0	0	0
자산처분손익	225	36	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-132	-800	16	29	30
기타	-94	106	-3	-3	-3
투자활동현금흐름	-1,677	-1,345	-818	-1,437	-939
투자자산의 처분	-559	-826	-68	-187	-189
유형자산의 처분	321	91	0	0	0
유형자산의 취득	-1,215	-574	-750	-1,250	-750
무형자산의 처분	-228	-37	0	0	0
기타	6	1	0	0	0
재무활동현금흐름	183	-772	-226	-206	-205
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	500	-549	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-232	-231	-231	-231	-231
기타	-85	8	5	25	26
현금및현금성자산의순증가	535	105	825	397	965
기초현금및현금성자산	1,154	1,688	1,794	2,618	3,015
기말현금및현금성자산	1,688	1,794	2,618	3,015	3,980
Gross Cash Flow	2,151	3,009	1,852	2,011	2,080
Op Free Cash Flow	128	210	934	598	1,164

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,978	10,570	11,507	12,215	13,494
현금및현금성자산	1,688	1,794	2,618	3,015	3,980
유동금융자산	4,049	4,430	4,487	4,644	4,803
매출채권및유동채권	2,289	2,439	2,471	2,557	2,645
채고자산	1,730	1,692	1,713	1,774	1,834
기타유동비금융자산	222	214	217	224	232
비유동자산	14,209	14,243	14,145	14,500	14,351
장기매출채권및기타비유동채권	126	126	127	132	136
투자자산	2,181	2,603	2,616	2,649	2,683
유형자산	11,330	10,925	10,823	11,153	10,977
무형자산	568	587	576	564	553
기타비유동자산	4	3	3	3	3
자산총계	24,187	24,813	25,651	26,715	27,845
유동부채	6,344	5,494	5,567	5,754	5,944
매입채무및기타유동채무	4,998	2,789	2,825	2,924	3,024
단기차입금	966	399	399	399	399
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	379	2,305	2,343	2,431	2,521
비유동부채	1,379	1,295	1,301	1,326	1,352
장기매입채무및비유동채무	0	4	4	4	4
사채및장기차입금	554	592	592	592	592
기타비유동부채	824	699	705	730	756
부채총계	7,722	6,789	6,867	7,080	7,296
자본금	304	304	304	304	304
주식발행초과금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
이익잉여금	15,536	17,212	17,973	18,826	19,742
기타자본	-728	-854	-854	-854	-854
지배주주지분자본총계	16,350	17,899	18,660	19,513	20,429
비지배주주지분자본총계	115	125	123	122	121
자본총계	16,465	18,024	18,784	19,635	20,549
순차입금	-4,216	-5,233	-6,115	-6,668	-7,792
총차입금	1,521	991	991	991	991

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	19,291	32,764	16,297	17,793	18,834
BPS	268,798	294,260	306,780	320,796	335,851
주당EBITDA	32,587	28,796	32,032	34,560	35,945
CFPS	32,443	46,802	30,502	33,108	34,239
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	22.8	10.1	19.6	18.0	17.0
PBR	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.4	8.6	6.8	6.1	5.3
PCFR	13.5	7.1	10.5	9.7	9.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.4	4.0	4.8	5.0	5.2
영업이익률(핵심)	5.4	4.0	4.8	5.0	5.2
EBITDA margin	9.1	7.9	8.7	9.0	9.1
순이익률	5.4	9.0	4.4	4.7	4.8
자기자본이익률(ROE)	7.3	11.6	5.4	5.6	5.7
투자자본이익률(ROIC)	8.5	7.1	7.5	8.2	8.7
안정성(%)					
부채비율	46.9	37.7	36.6	36.1	35.5
순차입금비율	-25.6	-29.0	-32.6	-34.0	-37.9
이자보상배율(배)	61.6	26.9	49.7	53.7	57.3
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	9.4	9.1	9.2	9.2
채고자산회전율	12.6	13.0	13.2	13.3	13.3
매입채무회전율	4.6	5.7	8.0	8.1	8.1

>>> 매일유업(267980)

투자의견 BUY, 목표주가 94,000원

2Q17 별도기준 영업이익은 185억원으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 주요 제품의 할인 판매 완화(커피음료/유음료 등), 2) 고수익성 제품 비중 확대(커피음료/상하목장 등), 3) 마케팅 비용(판매수수료/광고선전비 등) 축소 때문이다.

전체적으로 1) 주요 제품에 대한 프로모션이 축소되면서 매출 성장세가 둔화되었고, 2) 국내 신생아 수 감소와 중국 사드 영향으로 조제분유 매출이 역성장하면서, 전사 매출은 전년동기 대비 -1.8% 감소하였다. 특히, 중국 상반기 수출액은 전년동기 대비 약 -40 ~ -50억원 감소하였고, 가공유의 매출 흐름도 부진했던 것으로 추산된다. 하지만, 위와 같은 수익성 개선 작업 덕분에, 전사 매출 역성장에도 불구하고, 2Q17 전사 원가율과 판관비율은 전년동기 대비 각각 1.9%p, 1.0%p 개선되었다.

하반기에도 **제품 Mix 개선과 판촉비 효율화로 수익성 개선이 지속될 것으로 기대**된다. 1) 커피음료와 상하목장 브랜드와 같은 고수익성 제품의 비중이 확대되고, 2) 브랜드 가치 상승으로 ‘바리스타’ 커피음료의 할인 판매가 축소되고 있으며, 3) 전사 차원의 선별적 판촉비 집행이 지속되고 있기 때문이다. 특히, 최근 편의점을 중심으로 신제품에 대한 프로모션과 유음료의 1+1/2+1 할인 행사를 축소하고 있기 때문에, 하반기에도 전사 영업이익률이 개선되는 흐름은 유효할 것으로 판단된다.

매일유업 별도기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	321.4	331.2	339.4	336.1	327.6	325.3	337.3	330.6	337.8	337.0	350.0	342.7	1,328.1	1,320.9	1,367.5
(YoY)	5.0%	7.5%	7.1%	3.9%	1.9%	-1.8%	-0.6%	-1.6%	3.1%	3.6%	3.8%	3.6%	5.9%	-0.5%	3.5%
매출총이익	91.9	104.0	109.8	110.9	101.5	106.9	112.7	110.1	104.8	110.9	117.1	113.2	416.7	431.2	446.1
(GPM)	28.6%	31.4%	32.3%	33.0%	31.0%	32.9%	33.4%	33.3%	31.0%	32.9%	33.5%	33.0%	31.4%	32.6%	32.6%
판관비	79.7	91.8	88.0	88.1	89.7	88.4	88.4	86.5	92.5	93.2	91.2	89.3	347.5	353.0	366.3
(판관비율)	24.8%	27.7%	25.9%	26.2%	27.4%	27.2%	26.2%	26.2%	27.4%	27.6%	26.1%	26.1%	26.2%	26.7%	26.8%
영업이익	12.3	12.2	21.7	22.9	11.8	18.5	24.3	23.6	12.3	17.8	25.9	23.9	69.1	78.2	79.8
(YoY)	183.9%	182.7%	55.7%	32.4%	-4.2%	51.5%	12.0%	2.9%	4.4%	-4.1%	6.4%	1.4%	73.3%	13.1%	2.1%
(OPM)	3.8%	3.7%	6.4%	6.8%	3.6%	5.7%	7.2%	7.1%	3.6%	5.3%	7.4%	7.0%	5.2%	5.9%	5.8%
세전이익	12.7	12.4	16.9	26.0	8.5	193.4	23.0	22.2	11.0	16.4	24.5	22.5	68.0	247.1	74.5
당기순이익	10.8	6.8	12.7	19.3	5.7	190.0	17.4	16.8	8.3	12.5	18.6	17.1	49.5	230.0	56.5
(YoY)	146.3%	123.7%	23.1%	47.2%	-46.9%	2702.1%	37.6%	-12.5%	44.9%	-93.4%	6.7%	1.4%	60.8%	364.6%	-75.5%
BPS														39,192	46,281
EPS															7,739
DPS															619
ROE															18.1%
배당성향															8.0%
PBR															1.7
PER															9.9
배당수익률															0.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 2017년 4월 기업분할에 따라 중단사업부문처분이익 1,748억원이 2Q17 영업외이익으로 반영

>>> **오뚜기(007310)**

2Q17 연결기준 영업이익은 415억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다. 1) 캐쉬카우 제품의 매출 비중 확대와 2) 전사 판촉비 효율화는 수익성 개선에 긍정적으로 작용하였으나, 지난 해 라면 신제품 매출의 역기저는 수익성에 부정적으로 작용한 것으로 판단된다. 특히, 진짬뽕의 매출액은 전년동기 대비 -200 ~ -300억원 정도 감소한 것으로 추산된다. 다만, 진라면을 비롯한 주력 라면 제품의 할인 판매가 완화되면서, 전사 원가율은 전분기 대비 +2.4%p 개선되었고, 2Q17 영업이익률은 8.1%를 기록하였다.

향후 관전포인트는 라면 부문의 수익성 개선과 판촉비 효율화로 판단된다. 전체적으로 1) 진라면을 비롯한 주요 라면 제품에 대한 할인 판매를 완화하고 있고, 2) 식품 부문의 유력 경쟁사가 판촉비 집행이 상반기 보다 둔화될 가능성이 있기 때문이다.

특히, 동사는 라면, 쌀가공품, 냉동식품에서 꾸준히 점유율을 늘려왔고, 신제품이 비교적 좋은 성과를 보였기 때문에, 시장 내 경쟁강도가 완화된다면, 예상보다 수익성 개선이 강해질 수 있다. 특히, 4Q16~1Q17은 프리미엄 라면 제품인 진짬뽕에 대한 프로모션 강화로 실적의 기저가 낮은 편이기 때문에, 해당 구간에서 실적 모멘텀이 강해질 가능성이 높다.

오뚜기 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	515.6	488.0	516.4	490.5	531.8	513.4	534.4	512.5	552.4	532.6	555.5	532.3	2,010.7	2,092.2	2,172.9
(YoY)	11.0%	7.1%	2.6%	6.8%	3.1%	5.2%	3.5%	4.5%	3.9%	3.7%	4.0%	3.9%	6.8%	4.1%	3.9%
건조식품류	66.4	67.7	66.0	67.2	72.1	69.0	66.6	67.9	72.8	69.7	67.3	68.5	267.3	275.6	278.4
(YoY)	-2.2%	-0.5%	-4.0%	-5.1%	8.5%	1.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-3.0%	3.1%	1.0%
양념소스류	92.0	105.3	100.8	96.9	96.5	105.0	102.8	98.9	99.0	107.6	105.4	101.3	395.1	403.2	413.2
(YoY)	1.4%	2.0%	-8.2%	19.1%	4.9%	-0.4%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.0%	2.5%
유지류	61.1	59.0	63.2	55.2	63.0	60.0	64.1	56.0	63.0	60.0	64.1	56.0	238.4	243.2	243.2
(YoY)	-2.3%	-4.7%	-2.8%	-26.6%	3.1%	1.8%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-9.9%	2.0%	0.0%
면제품류	177.5	151.8	155.4	157.4	158.4	154.4	150.7	158.9	160.0	156.0	152.2	160.5	642.0	622.5	628.7
(YoY)	33.0%	22.9%	10.8%	0.3%	-10.7%	1.8%	-3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	15.8%	-3.0%	1.0%
농수산 가공품류	48.4	53.5	53.6	55.7	65.0	61.7	63.2	65.7	74.7	71.0	72.7	75.6	211.1	255.6	293.9
(YoY)	-2.4%	0.6%	-1.3%	-13.7%	34.2%	15.4%	18.0%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-4.7%	21.1%	15.0%
기타	70.2	50.8	77.6	58.2	76.9	63.3	86.9	65.1	83.0	68.4	93.9	70.4	256.8	292.2	315.6
(YoY)	16.5%	10.9%	18.4%	455.9%	9.4%	24.7%	12.0%	12.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	41.1%	13.8%	8.0%
매출총이익	120.8	122.2	125.8	118.0	114.2	122.5	131.5	122.6	128.1	129.5	137.4	127.2	486.9	490.9	522.2
(GPM)	23.4%	25.0%	24.4%	24.1%	21.5%	23.9%	24.6%	23.9%	23.2%	24.3%	24.7%	23.9%	24.2%	23.5%	24.0%
판촉비	85.3	81.8	80.5	96.8	84.2	81.0	84.4	93.4	87.0	83.7	87.2	96.5	344.4	343.0	354.4
(판관비율)	16.5%	16.8%	15.6%	19.7%	15.8%	15.8%	15.8%	18.2%	15.8%	15.7%	15.7%	18.1%	17.1%	16.4%	16.3%
영업이익	35.6	40.5	45.3	21.2	30.0	41.5	47.2	29.2	41.1	45.8	50.2	30.7	142.5	147.9	167.7
(YoY)	-8.5%	9.0%	15.1%	17.3%	-15.7%	2.6%	4.1%	38.1%	37.1%	10.2%	6.3%	5.0%	6.8%	3.8%	13.4%
(OPM)	6.9%	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	8.1%	8.8%	5.7%	7.4%	8.6%	9.0%	5.8%	7.1%	7.1%	7.7%
세전이익	50.7	44.9	48.2	39.6	41.2	45.8	51.1	33.0	47.5	51.5	55.9	36.3	183.4	171.1	191.2
당기순이익	49.1	25.8	35.8	27.2	32.8	35.7	38.7	24.9	36.0	39.0	42.4	27.5	138.0	132.2	144.9
지배주주순이익	49.0	25.7	35.6	27.2	32.4	35.7	38.7	24.9	36.0	39.0	42.4	27.5	137.5	131.7	144.9
(YoY)	49.0%	-14.6%	8.8%	210.2%	-33.8%	38.8%	8.7%	-8.4%	11.0%	9.3%	9.5%	10.4%	31.7%	-4.2%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오뚜기 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,831	20,107	20,922	21,729	22,528
매출원가	14,252	15,238	16,013	16,508	17,068
매출총이익	4,579	4,869	4,909	5,222	5,460
판매비및일반관리비	3,245	3,444	3,430	3,544	3,668
영업이익(보고)	1,334	1,425	1,479	1,677	1,792
영업이익(핵심)	1,334	1,425	1,479	1,677	1,792
영업외손익	94	409	231	234	236
이자수익	53	45	41	43	44
배당금수익	0	0	7	7	7
외환이익	31	38	36	34	32
이자비용	39	33	28	21	21
외환손실	31	32	30	29	27
관계기업지분손익	85	170	206	200	200
투자및기타자산처분손익	28	161	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-33	60	0	0	0
법인세차감전이익	1,429	1,834	1,711	1,912	2,028
법인세비용	379	454	389	463	491
유효법인세율 (%)	26.5%	24.8%	22.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,049	1,380	1,322	1,449	1,537
지배주주지분순이익(억원)	1,045	1,375	1,317	1,449	1,537
EBITDA	1,692	1,848	1,950	2,187	2,343
현금순이익(Cash Earnings)	1,407	1,803	1,792	1,958	2,088
수정당기순이익	1,029	1,259	1,322	1,449	1,537
증감율(% YoY)					
매출액	5.7	6.8	4.1	3.9	3.7
영업이익(보고)	15.1	6.8	3.8	13.4	6.8
영업이익(핵심)	15.1	6.8	3.8	13.4	6.8
EBITDA	15.4	9.3	5.5	12.2	7.1
지배주주지분 당기순이익	11.4	31.7	-4.2	10.0	6.1
EPS	11.4	31.7	-4.2	10.0	6.1
수정순이익	9.3	22.4	5.0	9.6	6.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,115	1,489	1,581	1,750	1,881
당기순이익	1,049	1,380	1,322	1,449	1,537
감가상각비	348	413	459	498	539
무형자산상각비	10	11	12	12	12
외환손익	7	13	-6	-5	-5
자산처분손익	32	175	0	0	0
지분법손익	0	0	-206	-200	-200
영업활동자산부채 증감	-399	-237	-5	-2	0
기타	68	-266	5	-1	-2
투자활동현금흐름	-814	-1,334	-956	-981	-1,007
투자자산의 처분	-135	-730	-87	-86	-85
유형자산의 처분	51	214	0	0	0
유형자산의 취득	-812	-843	-869	-895	-922
무형자산의 처분	-2	-52	0	0	0
기타	86	77	0	0	0
재무활동현금흐름	-372	-402	-116	-558	-195
단기차입금의 증가	-778	-93	0	0	0
장기차입금의 증가	564	-17	82	-363	0
자본의 증가	0	-3	0	0	0
배당금지급	-135	-177	-229	-229	-229
기타	-22	-112	31	34	34
현금및현금성자산의순증가	-68	-248	510	211	680
기초현금및현금성자산	1,767	1,699	1,452	1,961	2,172
기말현금및현금성자산	1,699	1,452	1,961	2,172	2,852
Gross Cash Flow	1,513	1,725	1,586	1,752	1,881
Op Free Cash Flow	125	363	740	884	988

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,784	6,410	7,121	7,531	8,407
현금및현금성자산	1,699	1,452	1,961	2,172	2,852
유동금융자산	1,346	1,924	2,002	2,080	2,156
매출채권및유동채권	1,326	1,483	1,543	1,603	1,662
채고자산	1,404	1,546	1,608	1,671	1,732
기타유동비금융자산	9	5	5	5	5
비유동자산	9,059	9,517	10,131	10,732	11,319
장기매출채권및기타비유동채권	10	9	10	10	10
투자자산	2,725	2,749	2,965	3,180	3,396
유형자산	6,150	6,533	6,943	7,340	7,723
무형자산	169	220	208	196	184
기타비유동자산	6	6	6	6	6
자산총계	14,843	15,927	17,252	18,263	19,727
유동부채	3,373	3,761	3,956	3,971	4,088
매입채무및기타유동채무	2,608	2,933	3,052	3,170	3,286
단기차입금	477	479	479	479	479
유동성장기차입금	4	18	100	0	0
기타유동부채	283	331	325	322	322
비유동부채	1,979	1,814	1,851	1,627	1,666
장기매입채무및비유동채무	119	127	132	138	143
사채및장기차입금	951	862	862	599	599
기타비유동부채	909	825	856	891	925
부채총계	5,352	5,575	5,807	5,598	5,754
자본금	172	172	172	172	172
주식발행초과금	78	78	78	78	78
이익잉여금	8,583	9,725	10,815	12,036	13,345
기타자본	601	318	318	318	318
지배주주지분자본총계	9,434	10,292	11,382	12,603	13,913
비지배주주지분자본총계	57	60	63	61	60
자본총계	9,491	10,352	11,445	12,665	13,973
순차입금	-1,612	-2,017	-2,523	-3,174	-3,930
총차입금	1,433	1,359	1,441	1,078	1,078

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,365	39,977	38,299	42,120	44,680
BPS	274,241	299,198	330,879	366,378	404,434
주당EBITDA	49,178	53,727	56,682	63,574	68,100
CFPS	40,900	52,416	52,107	56,932	60,686
DPS	5,200	6,800	6,800	6,800	6,800
주가배수(배)					
PER	40.3	16.6	19.7	17.9	16.9
PBR	4.5	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.1	11.3	12.1	10.4	9.4
PCFR	30.0	12.6	14.5	13.3	12.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.1	7.1	7.1	7.7	8.0
영업이익률(핵심)	7.1	7.1	7.1	7.7	8.0
EBITDA margin	9.0	9.2	9.3	10.1	10.4
순이익률	5.6	6.9	6.3	6.7	6.8
자기자본이익률(ROE)	11.8	13.9	12.1	12.0	11.5
투자자본이익률(ROIC)	17.2	17.4	17.5	18.4	18.6
안정성(%)					
부채비율	56.4	53.9	50.7	44.2	41.2
순차입금비율	-17.0	-19.5	-22.0	-25.1	-28.1
이자보상배율(배)	34.0	43.7	52.6	79.8	85.3
활동성(배)					
매출채권회전율	14.7	14.3	13.8	13.8	13.8
채고자산회전율	14.3	13.6	13.3	13.3	13.2
매입채무회전율	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0

>>> **하이트진로(000080)**

2Q17 연결기준 영업이익은 350억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 희망 퇴직에 따른 인건비 감소, 2) 맥주 공장 생산 합리화 때문이다. 맥주 주력 브랜드인 Hite와 Max의 매출 감소는 지속되고 있으나(-12% YoY), 소주 판매량이 안정적으로 +4~5% 성장하고, 신규 맥주 브랜드인 Filite의 매출(약 50억원)이 커지고 있는 점은 긍정적이다. 특히, Filite는 7월에만 약 100억원에 가까운 매출을 올렸기 때문에, 3분기 매출액은 전분기 대비 크게 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

향후 관련포인트는 맥주 매출 성장률 회복 여부로 판단된다. 1) Filite의 유통 채널이 확대되고, 2) OB맥주와 같은 경쟁사가 저가 발포주 시장을 키우는 점은 동사의 맥주 매출 성장률 회복에 긍정적으로 작용할 것이다. 다만, 1) Filite와 기존 브랜드 간의 Cannibalization 가능성과 2) 소비 수준 상승에 따른 수입 맥주의 점유율 확대는 부정적인 요인으로 판단된다.

현재의 매출 흐름이라면, 올해 Filite 매출액은 약 500억원 정도 가능할 것으로 판단된다. 맥주 주력 브랜드인 Hite와 Max의 2016년도 매출액이 약 5,600억원 수준이므로, Filite를 통해 주력 브랜드의 매출 감소를 대부분 방어할 수 있을 것으로 판단된다.

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	409.3	500.5	489.4	491.0	413.4	491.4	504.7	489.9	430.7	505.2	502.0	485.8	1,890.2	1,899.3	1,923.7
(YoY)	-5.1%	4.4%	-2.5%	-0.8%	1.0%	-1.8%	3.1%	-0.2%	4.2%	2.8%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	0.5%	1.3%
별도기준	353.4	434.8	421.7	427.4	362.3	431.4	443.6	432.8	381.7	448.0	443.7	431.5	1,637.2	1,670.1	1,704.8
(YoY)	-6.2%	4.0%	-3.4%	-1.1%	2.5%	-0.8%	5.2%	1.3%	5.4%	3.8%	0.0%	-0.3%	-1.6%	2.0%	2.1%
맥주	131.6	190.6	188.0	184.9	126.2	178.2	203.2	182.9	139.6	188.3	197.3	175.1	695.0	690.4	700.3
(YoY)	-20.8%	-6.9%	-16.6%	-6.4%	-4.1%	-6.5%	8.1%	-1.1%	10.6%	5.7%	-2.9%	-4.3%	-12.4%	-0.7%	1.4%
소주	202.0	215.6	205.3	219.4	214.2	225.6	213.5	228.2	220.7	232.4	220.0	235.1	842.3	881.4	908.1
(YoY)	3.1%	8.4%	8.3%	2.8%	6.0%	4.6%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	5.6%	4.6%	3.0%
기타	19.7	28.6	28.4	23.1	21.9	27.7	26.9	21.7	21.5	27.2	26.4	21.3	99.9	98.3	96.4
(YoY)	34.7%	96.1%	32.5%	9.1%	11.2%	-3.2%	-5.3%	-6.0%	-2.1%	-1.7%	-2.0%	-1.9%	39.0%	-1.6%	-1.9%
매출총이익	175.9	221.3	215.2	211.5	159.7	212.8	225.0	207.2	173.0	221.8	226.2	205.5	823.8	804.7	826.5
(GPM)	43.0%	44.2%	44.0%	43.1%	38.6%	43.3%	44.6%	42.3%	40.2%	43.9%	45.1%	42.3%	43.6%	42.4%	43.0%
판매비	148.7	193.7	187.4	170.1	187.1	177.8	182.0	166.0	141.5	183.8	182.5	168.3	699.8	712.9	676.1
(판매비율)	36.3%	38.7%	38.3%	34.6%	45.3%	36.2%	36.1%	33.9%	32.9%	36.4%	36.4%	34.6%	37.0%	37.5%	35.1%
영업이익	27.2	27.6	27.7	41.5	-27.4	35.0	43.0	41.2	31.5	37.9	43.7	37.2	124.0	91.8	150.4
(YoY)	3.6%	-1.7%	-42.5%	32.0%	적전	26.7%	55.0%	-0.6%	흑전	8.5%	1.6%	-9.6%	-7.4%	-26.0%	63.8%
(OPM)	6.6%	5.5%	5.7%	8.4%	-6.6%	7.1%	8.5%	8.4%	7.3%	7.5%	8.7%	7.7%	6.6%	4.8%	7.8%
별도기준	25.7	27.3	25.0	39.9	-30.0	34.1	40.3	39.0	28.9	37.1	40.9	34.9	117.9	83.4	141.8
(YoY)	2.1%	8.2%	-43.3%	36.4%	적전	24.7%	61.2%	-2.2%	흑전	9.0%	1.5%	-10.6%	-4.7%	-29.3%	70.0%
(OPM)	7.3%	6.3%	5.9%	9.3%	-8.3%	7.9%	9.1%	9.0%	7.6%	8.3%	9.2%	8.1%	7.2%	5.0%	8.3%
세전이익	11.6	18.2	11.8	19.5	-27.4	22.5	31.2	29.3	21.3	27.4	33.1	27.0	61.2	55.6	108.8
당기순이익	6.1	10.1	8.3	13.8	-21.2	13.7	20.6	19.3	14.1	18.1	21.8	17.8	38.4	32.4	71.8
지배주주순이익	6.1	10.1	8.3	13.8	-21.2	13.7	20.6	19.3	14.1	18.1	21.8	17.8	38.4	32.3	71.8
(YoY)	-3.5%	26.4%	-66.2%	-3.4%	-447.2%	35.1%	147.0%	39.8%	흑전	32.5%	6.1%	-7.8%	-28.0%	-15.7%	122.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	19,075	18,902	18,993	19,237	19,351
매출원가	10,871	10,664	10,946	10,971	11,011
매출총이익	8,204	8,238	8,047	8,265	8,340
판매비및일반관리비	6,864	6,998	7,129	6,761	6,827
영업이익(보고)	1,340	1,240	918	1,504	1,513
영업이익(핵심)	1,340	1,240	918	1,504	1,513
영업외손익	-542	-628	-362	-416	-419
이자수익	16	12	9	10	10
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	41	45	0	0	0
이자비용	462	413	411	427	431
외환손실	42	42	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-99	-79	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	-5	0	0	0
기타	5	-150	38	0	0
법인세차감전이익	798	612	556	1,088	1,093
법인세비용	264	227	233	370	372
유효법인세율 (%)	33.1%	37.2%	41.8%	34.0%	34.0%
당기순이익	534	384	324	718	722
지배주주지분순이익(억원)	533	384	323	718	722
EBITDA	2,539	2,427	2,056	2,649	2,663
현금순이익(Cash Earnings)	1,733	1,572	1,462	1,863	1,872
수정당기순이익	601	437	324	718	722
증감율(% YoY)					
매출액	1.9	-0.9	0.5	1.3	0.6
영업이익(보고)	43.0	-7.4	-26.0	63.8	0.6
영업이익(핵심)	43.0	-7.4	-26.0	63.8	0.6
EBITDA	17.3	-4.4	-15.3	28.8	0.5
지배주주지분 당기순이익	151.9	-28.0	-15.7	122.1	0.5
EPS	151.9	-28.0	-15.7	122.1	0.5
수정순이익	136.1	-27.3	-26.0	121.9	0.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,519	9,577	9,321	9,855	9,976
현금및현금성자산	1,584	1,585	1,291	1,723	1,795
유동금융자산	23	152	153	155	156
매출채권및유동채권	5,527	5,620	5,647	5,719	5,753
채고자산	1,381	1,303	1,309	1,326	1,334
기타유동비금융자산	5	916	921	932	938
비유동자산	26,085	24,434	24,547	24,673	24,801
장기매출채권및기타비유동채권	806	639	642	650	654
투자자산	616	594	598	604	608
유형자산	22,415	21,036	21,247	21,465	21,684
무형자산	2,129	2,055	1,957	1,859	1,766
기타비유동자산	119	111	103	96	89
자산총계	34,605	34,011	33,868	34,528	34,777
유동부채	14,358	14,098	13,801	14,031	14,177
매입채무및기타유동채무	7,784	7,559	7,595	7,692	7,738
단기차입금	4,531	4,660	4,660	4,660	4,660
유동성장기차입금	1,999	1,799	1,465	1,597	1,696
기타유동부채	43	81	81	82	83
비유동부채	7,001	6,994	7,453	7,793	7,804
장기매입채무및비유동채무	680	724	728	737	742
사채및장기차입금	4,689	4,440	4,840	5,140	5,140
기타비유동부채	1,631	1,829	1,885	1,916	1,922
부채총계	21,359	21,092	21,254	21,825	21,980
자본금	3,688	3,688	3,688	3,688	3,688
주식발행초과금	7,240	7,240	7,240	7,240	7,240
이익잉여금	3,361	2,939	2,634	2,724	2,817
기타자본	-1,048	-955	-955	-955	-955
지배주주지분자본총계	13,241	12,912	12,607	12,697	12,791
비지배주주지분자본총계	5	7	7	6	6
자본총계	13,246	12,919	12,614	12,704	12,797
순차입금	9,612	9,161	9,521	9,519	9,545
총차입금	11,220	10,899	10,965	11,397	11,496

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,041	1,921	1,459	1,859	1,869
당기순이익	534	384	324	718	722
감가상각비	1,102	1,101	1,040	1,046	1,057
무형자산상각비	97	86	98	98	93
외환손익	-4	-1	0	0	0
자산처분손익	266	252	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	544	-331	-1	-1	-1
기타	502	430	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-781	-859	-1,246	-1,263	-1,273
투자자산의 처분	116	-63	-2	-6	-3
유형자산의 처분	300	426	0	0	0
유형자산의 취득	-1,177	-1,239	-1,251	-1,264	-1,277
무형자산의 처분	-13	-10	0	0	0
기타	-7	26	8	7	7
재무활동현금흐름	-1,234	-1,098	-507	-165	-524
단기차입금의 증가	-1,734	-1,946	0	0	0
장기차입금의 증가	1,195	1,543	66	432	99
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-696	-696	-629	-629	-629
기타	1	0	56	31	6
현금및현금성자산의순증가	1,042	1	-294	432	72
기초현금및현금성자산	542	1,584	1,585	1,291	1,723
기말현금및현금성자산	1,584	1,585	1,291	1,723	1,795
Gross Cash Flow	2,497	2,252	1,459	1,861	1,869
Op Free Cash Flow	1,450	386	420	872	871

투자지표

(단위: 원, 배, %)

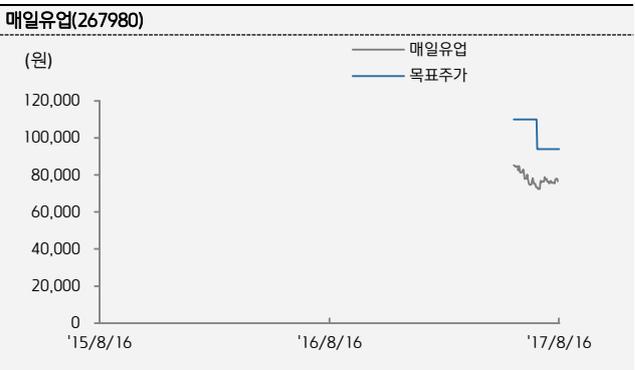
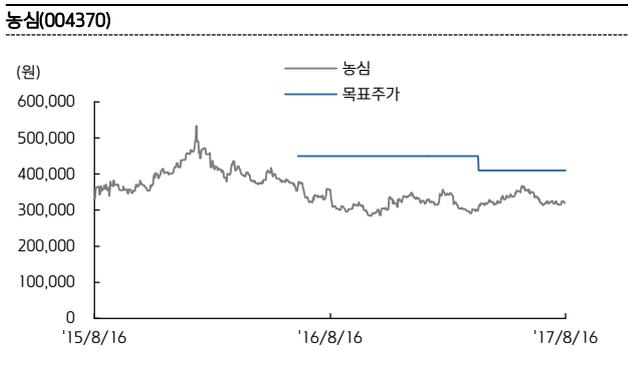
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	748	539	454	1,008	1,012
BPS	18,579	18,118	17,690	17,816	17,947
주당EBITDA	3,563	3,406	2,885	3,717	3,736
CFPS	2,432	2,205	2,051	2,614	2,626
DPS	1,000	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	31.3	39.2	46.5	20.9	20.8
PBR	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.3	10.0	11.9	9.3	9.2
PCFR	9.6	9.6	10.3	8.1	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.0	6.6	4.8	7.8	7.8
영업이익률(핵심)	7.0	6.6	4.8	7.8	7.8
EBITDA margin	13.3	12.8	10.8	13.8	13.8
순이익률	2.8	2.0	1.7	3.7	3.7
자기자본이익률(ROE)	4.0	2.9	2.5	5.7	5.7
투자자본이익률(ROIC)	3.7	3.4	2.3	4.3	4.3
안정성(%)					
부채비율	161.2	163.3	168.5	171.8	171.8
순차입금비율	72.6	70.9	75.5	74.9	74.6
이자보상배율(배)	2.9	3.0	2.2	3.5	3.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
채고자산회전율	13.9	14.1	14.5	14.6	14.6
매입채무회전율	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
농심 (004370)	2016/06/28	BUY(Reinitiate)	450,000원
	2016/08/17	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	450,000원
	2016/12/19	BUY(Maintain)	450,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	450,000원
	2017/02/10	BUY(Maintain)	450,000원
	2017/04/03	BUY(Maintain)	410,000원
	2017/05/16	BUY(Maintain)	410,000원
	2017/05/23	BUY(Maintain)	410,000원
	2017/07/12	BUY(Maintain)	410,000원
	2017/08/16	BUY(Maintain)	410,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
매일유업 (267980)	2017/06/05	BUY (Initiate)	110,000원
	2017/07/12	BUY (Maintain)	94,000원
	2017/08/16	BUY (Maintain)	94,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%